
内 容 摘 要

内 容 摘 要

本文以美国联邦证券法的默示诉权为中心，探讨了美国与证券商欺诈客户的民事责任相关的立法和司法实践。本文的写作目的是通过寻找美国法院赋予投资者默示诉权的内在机理和逻辑，对我国证券法相关制度的完善提出几点建议。本文的两大主线为：一、证券商在证券交易中的受信任地位及其与投资者之间的利益冲突。二、国会为投资者提供广泛救济的保护意图。本文的框架大致如下：

前言简要介绍中美两国在证券民事责任立法方面的现状。通过分析我国证券立法中存在的民事责任缺位问题，引出本文论述的中心，并解释选择其作为研究对象的理由。

第一章是证券商欺诈客户的概要。通过界定欺诈范畴，分析中美两国欺诈客户形式的不同及原因，以及在我国法律框架下证券商承担的民事责任的性质，为下文的论述做好铺垫。

第二章探讨美国法律关于证券商欺诈客户的民事责任体系，即默示诉权产生前投资者寻求救济的几种途径。主要有普通法和衡平法的救济，州蓝天法救济和《1933年证券法》的明示责任救济。正因为这些救济的不充分性，默示诉权在此基础上得以应运而生，从而体现出法律救济的延续性。

第三章是本文的重点。首先介绍贯穿于默示诉权产生和适用始末的两大理论，即“招牌理论”和“信任地位理论”，它们为证券商承担默示责任奠定了理论基础。其次从程序和实体两个角度对默示责任进行全面把握。程序上分析诉权推定的四步骤，得出法院推定诉权的指导原则是国会保护投资者的意图，默示诉权存在的意义在于实现证券立法的救济目的等结论。实体上探讨默示诉权的构成要件，包括原告适格、欺诈故意、因果关系和事实的重大性认定。这些要件适用于证券商还是其他主体，法院的要求宽严不一。结论是证券商的信任地位促使国会和法院对其从严规制，法院对诉权的宽松认定使投资者更易获得救济。

第四章是本文目的的实现。通过具体分析我国证券公司欺诈客户的特点，以及现行有关责任立法的不足，结合我国证券公司发展状况和前景及中美证券立法和司法实践的差异，认为美国法院在默示诉讼中的审判理念可以为我们所用，但审判标准却必须有不同程度的改变，并对我国证券公司欺诈客户的民事责任制度构想了一个基本的框架。

关键词：欺诈客户 民事责任 默示诉权 受信任地位

目 录

前 言	1
第一章 证券商欺诈客户概述	3
一、欺诈客户名词界定	3
二、欺诈客户的民事责任之性质	5
三、欺诈客户的表现形式	7
第二章 美国法关于证券商欺诈客户的民事责任体系（一）	12
一、普通法救济	12
（一）违反担保	12
（二）欺诈之诉	13
二、衡平法救济——撤销合同	14
三、蓝天法救济	14
四、《1933 年证券法》明示的民事责任	16
第三章 美国法关于证券商欺诈客户的民事责任体系（二）	19
一、默示民事责任的历史和现状	19
二、证券商承担欺诈客户民事责任的理论基础	21
（一）招牌理论	21
（二）信任地位理论	22
（三）小结	23
三、诉权的推定——默示责任的程序要件	24
四、默示责任的认定——默示责任的实体要件	29
（一）原告适格	29
（二）欺诈故意	31
（三）依赖和因果关系	34
（四）“重大性”标准	38
（五）小结	40

五、归责原则和被告的抗辩	40
第四章 我国证券法民事责任制度的完善	42
一、我国证券市场上证券公司欺诈客户的特点	42
二、证券公司欺诈客户的民事责任的立法现状与不足	43
（一）《股票发行与交易管理暂行条例》	43
（二）《禁止证券欺诈行为暂行办法》	44
（三）《证券法》	44
（四）小结	45
三、证券公司欺诈客户的民事责任的立法和司法完善	46
（一）立法方面的完善	46
（二）司法方面的完善	47
结束语	51
主要参考文献	52
后 记	56

前言

证券商在证券市场上扮演着两个不同的角色。其一，他自身为市场机构投资者；其二，他作为连接证券发行和交易市场的中介，成为证券流通过程中不可或缺的枢纽。在 200 多年证券业发展史上，证券商以其分析和选择证券的专业技能，促进了证券市场的社会分工和专业化的发展，从而大大降低了社会融资成本，有效地分散了融资风险。

然而，部分证券商出于“圈钱”目的或某些短视行为，经常利用其特殊地位，从事各种违法违规活动。如，为己私利，挪用客户帐户资金、证券，私自买卖客户帐户证券；为求高额利润，诱使客户进行不必要的交易等等。据统计，在我国现存证券公司中，50% 以上曾因违法违规行为而受证监会处罚。截止 1999 年 6 月，在单位受罚案件中，以证券公司为主体的机构投资者共有 170 个受到处罚，占全部单位案件的 64%。^①更具戏剧性的是，迄今为止，国内尚无一起证券公司因违法违规而被追究民事赔偿责任的案件。这一方面反映出证券违法违规行为确具隐匿性和蚕食性，另一方面更突出地反映了我国目前证券法制在程序和实体上的缺陷，使原本波诡云谲的证券市场显得更加变幻无常、损益难测：已入市者视股市为赌场，未入市者视股市为畏途，证券违法违规者逍遥于法律监管之外。而证券法律，因其“重刑/行轻民”，仅能表征其为法律的威慑性，对于广大中小投资者因此而承受的无辜损害，却无法施以应有的补偿。学者云：“民事权利之所以有法律上之力，皆因有民事责任之故。民事权利因与民事责任结合，因此获得法律上之力。”^②法律之所以能抑恶扬善就在于法律以责任为权利的后盾、保障，任何法律都不能没有锋利的“牙齿”，证券法公开、公平、公正的基本原则和保护投资者利益的价值目标必须通过法律责任制度赋予“法律上之力”，才能真正得以实现。

目前，我国证券立法中主要有三部法律规范涉及证券民事责任，即《股票

① 郑顺炎著：《证券市场不当行为的法律实证》（公司金融市场与法律丛书），中国政法大学出版社 2000 年版，第 128~145 页。

② 王家福、梁慧星主编：《中国民法学·民法债权》，法律出版社 1991 年版，第 225 页。

发行与交易管理暂行条例》(以下简称《暂行条例》)、《禁止证券欺诈行为暂行办法》(以下简称《禁止欺诈办法》)及《证券法》。但都由于这样那样的缺陷,使得在实践中无法发挥预想的功能。以我国《证券法》为例,此法第十一章用36个条文规定各类证券违法犯罪行为的法律责任,其中33个条文是关于证券违法行为的行政责任,另有18处涉及追究刑事责任。而涉及民事责任的条款寥寥无几,专门规定民事责任的仅有2条(第192条和第207条),不到责任条文数的1%。因此,我国证券法律责任制度明显倾向于“制裁制度”,而非“救济制度”。^①其民事法律责任制度基本承袭了《禁止欺诈办法》的有关规定,不同在于《证券法》增设了“民事责任优先承担”的原则,并对虚假陈述的几类主体和负责人员规定了严格的连带赔偿责任。《证券法》第192条专门针对证券公司追究民事赔偿责任,但因其用语之简略及缺少相关制度配套而流为具文。^②

可见,证券民事法律责任制度在我国证券法中明显缺位。反观美国证券市场立法、执法情况,民事救济在美国证券法上运用非常普遍。究其原因,美国法院除根据《1933年证券法》和《1934年证券交易法》明示的民事责任条款受理赔偿之诉外,^③尚能通过两法相关条文暗含之私人诉权,认可投资者的默示民事诉讼。并且,在历史上默示责任曾因其宽松的诉讼时效、无须诉讼担保等超越于法定民事责任之上,成为法院保护证券投资者的有力武器。另一有力证据,美国证券委(SEC)1998年度报告显示,从1994~1998年之间,SEC发出的民事禁令在各种执法措施中所占比例分别高达40%、35%、40%、39%、45%。^④美国证券法上广泛采用民事赔偿以保护投资者的做法深值我国借鉴。本文以证券公司为切入点,试图对美国证券法的民事赔偿制度之概况和重点加以研究,希望对我国证券市场法制健全和健康发展有所裨益。

① 这与美国证券法突出的“救济性”相去甚远。“制裁制度”强调行政或刑事责任制度的作用,执法者的主动、勤勉与智慧是“制裁制度”发挥作用的关键。而“救济制度”更强调民事责任制度的突出地位,证券发行与交易者启动这一制度并使之发挥作用的重要因素,行政及司法监督权为这一制度发挥最大效能提供基础性保障。

② 这实际上是对公民合法诉权和财产权的变相剥夺。

③ 美国证券法上明示(法定)民事责任条款主要有《1933年证券法》第11、12、13、15条和《1934年证券交易法》第9、16、18条。具体内容见后文。

④ At <http://www.sec.gov>, October 21, 2001.

第一章 证券商欺诈客户概述

一、欺诈客户名词界定

理论和实务上对“欺诈客户”涵义存在不同的理解，对之进行界定显得甚为必要。就我国而言，从1993年《禁止欺诈办法》开始，就将证券违法违规行为统称为证券欺诈行为，其下分为四类：虚假陈述、内幕交易、操纵市场和欺诈客户。^①在欺诈客户中，又有广狭两义。广义的欺诈客户指证券公司在证券发行、交易及相关活动中，利用职务之便，编造、传播虚假信息或进行误导投资者的行为，以及利用其作为客户经纪人或顾问的身份，实施损害投资者利益的行为。^②狭义的欺诈客户则专指我国《证券法》第73条规定的证券公司及其从业人员利用其经纪地位，违背客户真实意思，实施损害客户利益的行为。^③

比较而言，广义和狭义的欺诈客户有两个明显的区别：（1）欺诈手段和方式的不同。广义的欺诈客户除证券法第73条特定的欺诈手段外，还包括证券发行、上市过程中的虚假信息披露和误导行为。（2）“客户”的含义不同。狭义欺诈中的“客户”仅指与证券公司存在委托合同关系的投资者。严格说来，与证券自营公司交易的投资者不在此“客户”范围之内；而广义欺诈中的“客户”内涵已经扩及一切与证券公司有交易和顾问关系的普通投资者。美国证券法中，证券商欺诈客户不局限于特定的欺诈手段，也不限定于与证券商存在委托关系的投资者，其内涵非常广泛。本文拟借鉴此内涵，对证券商欺诈客户采广义说。^④

那么，欺诈客户之“欺诈”（Fraud）与民法上之普通欺诈（Deceit）是否统

① 《禁止证券欺诈行为暂行办法》第2条。

② 叶林著：《证券法》（21世纪法学系列教材），曾宪义总主编，中国人民大学出版社2000年版，第301页。

③ 不难看出，欺诈客户主体为证券公司，属专家违法行为，其特有的隐蔽性和社会公众对专家天然的信赖，促使各国不遗余力地对之进行规制，以此平衡证券商与投资者之间专业技能的悬殊和信息获取能力的差异。

④ 虽然我国证券法的“欺诈客户”专指证券公司作为证券交易专家对投资者的欺诈，并不包括虚假陈述、操纵市场等一般的证券欺诈行为，但鉴于与美国证券法上证券商欺诈的可比性，采广义说更能实现本文的写作目的。

一呢？在美国普通法中，欺诈的构成要求行为人必须在知情（scienter）情况下对重大事实进行虚假陈述，且故意诱使相对人信赖其陈述，相对人合理地对其加以信赖并因此受到损害。据此，成立欺诈须满足以下六点：（1）针对某一事实；（2）事实的重大性；（3）虚假陈述；（4）知情；（5）信赖；（6）损害。^①但如果将这些要件适用于证券欺诈的认定，不免会产生许多问题。首先，就普通“陈述”而言，判断其虚实似乎比较容易。但证券商的信息披露无法简单归结于全部真实或全部虚假，对于模棱两可或真假掺半的陈述，要断定其真实性并非易事。且当证券商有义务披露而未披露信息，构成重大遗漏的欺诈时，辨别此未披露的信息的真伪将失去意义。其次，对于“知情”因素，不同法院在司法实践中进行考量的标准也各有差异。^②再次，美国侵权行为法对事实的重大性虽有明文规定，^③但证券欺诈具体案情千差万别、错综复杂，对重大性的认定存在太大的不确定空间。

针对上述问题，美国联邦最高法院在判决中虽重申联邦证券法的反欺诈条款并不局限于普通法欺诈之诉涉及的范围，但其范围究竟扩及什么程度，对证券欺诈要件作何处理，迄今尚无定论。但可以肯定的是，证券欺诈与普通欺诈在行为要件和主观要件上有明显的差别。在证券法中，虚假陈述并不总是证券商欺诈客户的行为要件，法院对证券商欺诈的“知情”要求也有逐步淡化之势。美国法院认为，证券商与投资者之间系信赖关系，这种信赖关系的存在要求证券商更为诚信和道德地为投资者服务，如证券商违背此义务，法院在实践中便推定欺诈的存在，支持原告对证券商在疏忽大意的过失或无过错状态下欺诈提

① Louis Loss & Joel Seligman, Securities Regulation, VIII, 3rd ed., Boston: Little, Brown and Company, 1991, pp.712-723. 原文为：“There must be a false representation of a material fact; the defendant must know of the falsity but make the statement nevertheless for the purpose of inducing the plaintiff to rely on it; and the plaintiff must justifiably rely on it and suffer damage as a consequence.”

② 有的严格遵循明知故意的要求，有的则将不同程度的粗心大意看作故意，还有法院甚至完全忽略“知情”要求，将无过错行为认定为欺诈。在 Stein v. Treger 案中，法院认定，即便一方对重大事实作出虚假陈述是出于过失，是无意的，对这种虚假陈述仍可提起欺诈之诉。182 F. 2d 696, 699 (D.C. Cir. 1950). 另见 SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc., 375 U. S. 180, 194 (1963). 此案法官的意见是：普通法中从有形物交易发展起来的严格的欺诈原则（即欺诈要件须全部满足）很难适用于证券等无形物的交易。因而，对此种严格的欺诈原则应作出相应改变以适应本案的争议标的。

③ Restatement (Second) of Torts §538(2)(a). 其规定为：一个通情达理的人在交易中，若认为某事实的存在与否对其决定交易行为具有意义，那么此事实就是重大事实。

起的诉讼，此即所谓的“推定欺诈”（“constructive fraud” or “equitable fraud”）。^①推定欺诈对欺诈构成采客观标准，只要证券商从事了法令禁止的欺诈客户行为，不管其主观心理状态如何，均要依法承担民事责任。

我国民法理论认为，欺诈之构成要件有四：欺诈故意、欺诈行为、被欺诈人因欺诈而陷入错误、被欺诈人因此错误而为意思表示。^②其中，强调欺诈人有使被欺诈人陷于错误的故意和因此错误而为一定意思表示的故意。从我国证券立法文义来看，“挪用”客户资金、“诱使”客户进行不必要的买卖、“私自”买卖客户证券，其措辞明显体现出证券公司欺诈的成立必须具备主观故意的要件。^③由此推知，我国证券法的欺诈与民法之欺诈保持了主观要件的一致；至于行为要件，同样因为证券公司的欺诈不限于虚假陈述行为，从而产生证券欺诈与普通民法欺诈的差异。

二、欺诈客户的民事责任之性质

从美国法对证券投资者提供的救济来看，不仅可因证券商进行虚伪意思表示或违反担保而要求其承担合同法上的违约责任，还可能因其违反证券法的禁止性规定并损害投资者利益而责令其承担侵权责任。类似地，我国学术界对证券公司欺诈客户的民事责任性质，也认定为违约责任和侵权责任。除此以外，受大陆法系国家民事责任理论的影响，还存在“缔约过失责任”之说。^④鉴于证

① 美国学者 I.J. STORY 这样定义“推定欺诈”：“constructive fraud has been defined as an act which the law declares fraudulent without inquiry into its motive.” 最初，推定欺诈的提法受到法院和立法者的强烈批评，他们认为这样定义很不科学，并有误导性。但“推定欺诈”已逐渐成为法律术语被广泛运用，其它任何提法很难取而代之。From Charity Scott, A Broker-Dealer's Civil Liability to Investors for Fraud: An Implied Private Right of Action Under Section 15(c)(1) of the Securities Exchange Act of 1934, 63 Indiana Law Journal, Fall, 1988, p.76.

② 《中华人民共和国民事诉讼法通则》第 58 条，《最高人民法院关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见》（试行）第 68 条。竺琳：《民事诈欺制度研究》，载于梁慧星主编：《民商法论丛》第 9 卷，法律出版社 1997 年版，第 462-474 页。

③ 《中华人民共和国证券法》第 73 条。

④ 按缔约过失责任的观点，缔约责任应是在订立合同过程中进行不良行为产生的法律后果，且以双方当事人信赖关系的存在和实际接触交往为前提。但缔约责任仅限于《证券法》第 18 条和第 175 条规定的返还款项并加算同期利息。如果从我国《证券法》直接涉及民事责任的规定看，上述观点确有合理性。但从广义欺诈客户的内涵看，缔约过失责任也应当扩及证券自营公司或证券承销公司与投资者的交易中。

券商欺诈客户的表现形态多样,且学理上对之见解不尽相同,^①对此加以澄清仍有必要。

笔者认为,首先,证券经纪公司与投资者构成委托买卖的合同关系。按照我国法律规定,投资者买卖证券应首先在证券公司开立证券交易帐户,并以书面、电话以及其他方式,委托为其开户的证券公司代其交易证券。证券公司接受买卖委托后,应当根据委托书载明的证券名称、买卖数量、出价方式、价格幅度等,按照交易规则代理买卖证券。^②如果违背客户的委托而买卖证券、办理交易事项,则理应认定其违反约定义务,构成违约责任。

再者,证券经纪公司作为证券交易的中介和主体,在证券市场具有特殊的地位和发挥着重要作用。除了其从事委托业务之外,证券法另为之设定了不同于一般投资者的若干特别义务。^③这些义务在法律上都属于强制性规范,合同当事人一方或双方均不得以约定或其他方式取消或更改。证券经纪公司如违反法定强制性义务,就可能构成对委托人乃至其他投资者财产利益的侵害,从而产生侵权责任。同时,证券经纪公司若违反委托合同约定义务进行证券买卖,最终导致投资者财产损失,也构成了对投资者财产权的侵害。

在证券自营公司或证券承销公司与投资者之间,虽没有委托合同,但却可能存在证券交易合约和证券承销协议,因而二者之间同样可能存在违约责任。另一方面,法律对证券自营公司或承销公司虽未施加如上述对证券经纪公司的强制性义务,但是,从广义欺诈客户含义看,证券自营公司或承销公司对投资

① 叶林认为,证券公司欺诈客户,系违反其对投资者的约定义务、法定义务和默示义务,属于违约行为。叶林著,前引书,第302-304页。其他观点,见徐兆宏主编:《中国证券法》(新世纪高校金融学专业系列教材),上海财经大学出版社2000年版,第207-208页。符启林主编:《中国证券交易法律制度研究》,法律出版社2000年版,第376-378页。周友苏、罗华兰:《论证券民事责任》,载于《中国法学》2000年第4期,第57-68页。

② 对于证券公司和投资者之间的合同关系到底属于代理范畴还是行纪范畴,学者们有不同意见。有人认为:按英美法不公开本人身份的代理来看,券商与投资者之间确属代理关系。但按大陆法系的代理理论,代理人必须以本人的名义为代理行为,而证券公司的经纪业务是以公司自己的名义进行,其本身成为证券交易的一方,因此其与投资者的合同关系不是代理关系。还有人认为:根据我国代理制度和证券交易的实际运作,证券公司依投资者指令报盘成交,并非以自己名义为自己的利益进行,而是以投资者的证券和资金帐户并为投资者的利益进行报单和成交。在行为后果上,所有交易结果均记入投资者帐户,证券公司只要履行审慎义务并依法执行指令,就无须对交易后果承担责任。因此,证券公司与投资者之间代为交易的关系属代理关系无疑。符启林主编,前引书,第140-146页。叶林著,前引书,第258-259页。陈春山著:《证券交易法论》,〔台湾〕五南图书出版公司1997年版,第130-133页。

③ 《中华人民共和国证券法》第73条第2—6项。

者提供专业咨询意见或进行交易时，如存在虚假信息披露，仍可能使投资者遭受损失从而构成侵权。

因此，笔者认为，基于证券公司在证券交易中的特殊地位，其欺诈客户的行为，不仅涉及到违约责任，更有可能引起侵权的民事法律后果，从而产生两种责任的竞合，对于其性质，不能一概而论。从我国的实际情况出发，在证券公司欺诈客户情形，采侵权责任说更有利于保护投资者利益。这一方面因为从我国现实的契约理论和司法实践看，侵权行为法呈日渐完善之势，侵权责任与契约责任的主观构成要件日趋一致，从最初的过错责任逐步扩大到了一般过失责任；另一方面，侵权责任又超越了契约责任中补偿范围的局限，可以更好地保护投资者的合法权益。理论上说，客户在追究证券公司欺诈责任时，有选择违约之诉或侵权之诉的权利；在实践中，客户往往选择的是对其有利的法理依据，即侵权之诉。从当前的国际趋势看，尽管大陆法系国家倾向于契约责任，^①但并不能否认侵权责任的大势所趋和各国对本国实践的执着。^②这正如美国学者格兰特·吉尔莫在其经典名著《契约的死亡》中所说：“以涵盖了契约的侵权作为责任的原则，这一迅速发展的趋势几乎是责任理论发展的一种本能选择。”^③

三、欺诈客户的表现形式

在证券市场上，证券公司欺诈客户花样百出，难以察觉。只要有交易发生，投资者随时面临证券公司的隐瞒、误导或欺骗。而投资者信息的闭塞，专业技能的缺乏，往往导致证券公司逍遥于投资者监察之外，直到东窗事发，投资者方看到自己帐户的亏空：股票消失，资金有去无回。此类情事，在证券发展史上可谓比比皆是。难怪不乏众口微词：证券市场如同法定公开投机场所，诸位尽管轮流坐庄，抓紧机会大炒一把。尤其在像我国这样一个证券市场起步不久

① 尤其是德国，采广义契约概念，即承认债权契约、物权契约和亲属上之契约，而且采“事实契约关系理论”，致使契约原则深入到社会的每一个角落。

② 以我国台湾地区为例，尽管王泽鉴先生最初认为，“为规范纯粹经济上的损失，采取侵权行为法的解决途径固属简便，然依‘契约法’的原则，则较合理”。台湾地区《证券交易法》修改前，也将欺诈客户、虚假陈述的民事责任界定为契约责任，但在《证券交易法》修改后，欺诈客户、虚假陈述的民事责任已被界定为了侵权责任。王泽鉴：《民法学说与判例研究》第8册，中国政法大学出版社1997年版，第278页。

③ 格兰特·吉尔莫：《契约的死亡》（曹士兵译），梁慧星主编：《民商法论丛》第3卷，法律出版社1995年版，第283页。

的国家，法制不全，监管不力，更为那些钻法律空子的证券公司让出了一个谋取不法之财的阔绰空间。

美国证券法对证券商欺诈客户行为并未作整齐划一的分类，而由法院在运用反欺诈条款的同时，从判例中总结出比较完整的欺诈类型。^①可以这样说，美国证券欺诈的多样性和特殊性来自于相对发达的证券市场为其提供的滋生环境。在我国尚处幼稚阶段的证券市场中，有些欺诈客户行为尚未成型或找不到滋生土壤，因此就证券商欺诈行为样态来看，中美两国存在较大的差异。

根据美国 SEC 的两大理论^②、美国证券立法史和错综复杂的法院判例，证券商的欺诈行为可大致分为以下四类：^③

1、招牌理论下的欺诈行为

(1) 证券商的“招牌”暗示着证券商将与客户进行公平交易，即其要价处于市场价合理的波动范围之内。若企图榨取高额利润 (unreasonable spreads)，以与市场价不相称的高价与客户交易，将构成欺诈。

(2) 证券业界惯例要求证券商及时向客户汇报交易情况，因此，不及时向客户提交书面确认交易的文件也构成招牌理论下的欺诈。

(3) 证券商的“招牌”表明其只会执行客户授权的交易，故私自买卖或挪用客户帐户上的证券、资金构成欺诈。

(4) 亮出“招牌”意味着证券商担保证券购买者将享有所购证券的所有权，因而，将客户帐户私自抵押等有损证券所有权能的行为也构成对购买者的欺诈。

(5) “招牌”暗示证券商有足够的履行对客户的承诺，故证券商在丧失服务能力 (如破产) 的情况下 (如破产) 接受客户交易委托也构成欺诈。^④

① 这充分体现出美国作为判例法国家的特点。并且，这些总结出的欺诈行为也并不限于证券商所为，而是普遍适用于证券交易中的各个主体。例如，美国《1933年证券法》第17条(a)款，《1934年证券交易法》第10条(b)款，两个著名的反欺诈条款，都适用于违反条款的“任何人”。

② SEC 为有效规范证券商行为曾提出两个著名的理论，即“招牌理论”和“信任地位理论”。概言之，“招牌理论”认为，证券公司既然亮出了自己的招牌，则暗示着他将与公众投资者依职业道德进行公平交易。“信任地位理论”则指当证券商处于被投资者信任的地位时，对其与投资者之间的交易，证券商应当承担更严格的披露义务。详见后文第三章。

③ 当然，这样分类也无法尽其所有，但只要能将未尽的欺诈行为适当地归入其中一类，则不失为一种分类法。

④ 此时，SEC 通常发出初步禁令 (preliminary injunction)，并请求法院指定证券商的接收人。

(6) 在操纵市场或控制市场情况下与投资者交易。^①

2、信任地位理论下的欺诈行为

顾名思义，信任地位理论基于证券商所处的受信任地位。证券商在此特殊地位下面临的利益冲突要求其对交易中任何相反利益进行详尽披露。因此，若证券商与投资者交易时不披露市价和成本，包括完全不披露和部分披露，就构成欺诈。

3、适当性规则下的欺诈行为^②

(1) 高压销售 (high-pressure selling)，又称“boiler room”。指证券商利用电话、信函等方式频繁、密集地向投资者推销证券，使投资者在高强度推销的压力下，做出购买决定。而这一购买决定与投资者的实际需求是不相称的。^③

(2) 不当小额股票交易。^④小额股票交易本身为法律允许，但证券商如果交易不当，即在未核实客户的小额股票交易帐户，或在未接到客户交易书面通知的情况下进行交易，就会构成欺诈。因证券商若未对客户情况进行调查，往往做出不适合客户的交易决定，从而可能损害客户利益。^⑤

(3) 倒腾 (churning)。“倒腾”又称“过度交易”，是证券商欺诈客户的典型之一。^⑥指对客户帐户有控制权的证券商从事的任何在规模和频率上均超过客户帐户资金来源和性质的交易。“倒腾”有三个特点：1) 证券商对客户帐户

① 证券商以高出市场价的价格与投资者交易是招牌理论下典型的欺诈行为，因而市场价的确是认定证券商欺诈的前提。如证券商对市场有操纵行为或控制能力，那么市价的公允将得不到保证，证券商榨取高额利润变得更加隐蔽和难以确定。因此，此种欺诈行为与招牌理论密切相关，归为一类。

② 适当性规则是 SEC 在定义证券商欺诈过程中提出的。SEC 认为证券商有义务向特定客户推荐与客户真正需要相适应的证券。如未对客户的证券持有情况、财务状况和投资目标等进行详细调查，在不了解客户的基础上就进行证券推销，跨越了适当的“风险门槛”，可构成欺诈。

③ 高压销售一般是以向可能购买证券的各类人士邮寄“teaser letters”开始，信中告知一些低价证券能带来美好的财务前景。紧接着是所谓的“opener”推销员以电话方式竭力推销有关证券。接下来会有更多的邮件通知投资者关于证券发行人的利好消息。最后是一个称为“knock-out blow”的电话，对投资者施压销售。Friendly 法官在 United States v. Ross 案中，对高压销售做出上述形象说明。321 F. 2d 61, 64 (2d Cir. 1963), 375 U. S. 894.

④ 小额股票交易发生在场外市场，因其交易股票面值较小，所以又有“美分证券”(penny stock)之称。

⑤ SEC rule 15c-9. 规则 15c-9 是对小额股票交易的适当性要求。规则虽未列出证券商必须获得的客户信息，但要求证券商尽力了解客户以下情况：财务状况、年龄、婚姻状况、家属人数、就业状况、年均收入和来源、流动资产、固定资产净值、投资经验、投资规模和频率、投资种类、投资目标等等。

⑥ “倒腾”性质复杂，既违反联邦和各州的证券欺诈条款、NASD 的公平交易规则，又构成普通法的欺诈和违约。就其违反联邦证券法而言，就同时触犯了《证券交易法》下 SEC 的规则 15c1-2、规则 15c1-7、规则 10b-5 和《证券法》第 17 条(a)款(3)项。

户交易有控制权。^① 2) 券商进行的交易对客户投资目标而言已过度。^② 3) 券商在“知情”的前提下进行交易。^③

对照我国《证券法》第 73 条第 5 项“诱使客户进行不必要的证券买卖”，似乎与“倒腾”同属一类：“不必要”可以解释为“过度”，“诱使”便满足“知情”要件。但对于券商对客户帐户交易有无控制权，须要具体分析。按 Loss 教授的观点，“控制”二字既可定义为券商拥有“自由裁量权”，也可从客户的独立性推定“控制”存在与否。如客户本身无投资经验，或者显得很天真，不能独立评判券商的意见或交易，则推定券商对客户帐户交易有“控制权”。由此可知，我国《证券法》第 73 条第 5 项，无论证券公司是否控制客户帐户交易，只要投资者不具有独立判断投资的能力，则此项下的交易与“倒腾”等同。

4、虚假信息披露

虚假信息披露贯穿于证券发行和交易始终，是最具普遍性的欺诈手段之一。其典型的形式包括注册登记文件中的虚假信息披露，^④招股说明书中的虚假信息披露，^⑤信用交易中的虚假陈述和重大遗漏，^⑥征求委托书的要约或要约邀请中的虚假信息披露等。^⑦

在我国，欺诈客户的表现形式集中体现在《证券法》第 73 条列举的行为：^⑧

(1) 违背客户委托买卖证券的行为，包括改变客户指定的证券种类、数量、价格、有效期限等。(2) 不按期向客户提交书面确认交易之文件。这不利于投资者明晰交易状况，或在利益受损后行使权利维护利益。(3) 挪用客户帐户上之资金或证券。(4) 私自买卖客户帐户上的证券。(5) 诱使客户进行不必要的

① 在 M & B Contracting Corp. v. Dale 案中，第六巡回法院法官认为，没有控制权就不存在倒腾。795 F. 2d 531 (6th Cir. 1986)。

② 但也有例外。如果投资者本身有意进行频繁交易投机获利，则券商的交易不构成过度交易，倒腾也不成立。Follansbee v. Davis, Skaggs & Co., Inc., 681 F. 2d 673, 676 (9th Cir. 1982)。

③ Louis Loss and Joel Seligman, Fundamentals of Securities Regulation, Little, Brown & Company Limited, 1995, 3rd ed., pp.908-912。

④ The Securities Act of 1933, §11. At <http://www.law.uc.edu/CCL/33Act>, March 20, 2002。

⑤ Id., §12(2)。

⑥ SEC rule 10b-16。

⑦ The Securities Exchange Act of 1934, §14(e). At <http://www.law.uc.edu/CCL/34Act>, March 24, 2002。

⑧ 证券立法之所以将证券公司的虚假陈述行为排除在外，是其沿袭了《禁止欺诈办法》对证券欺诈行为的四分法之故。由于本文采广义欺诈客户概念，因此除下列 6 种欺诈形式之外，证券公司欺诈客户还应当包括《证券法》第 63 条的虚假信息披露行为。

证券买卖，谋取不法佣金收入。^①（6）其他行为。

比较之下可见，我国证券立法的民事责任制度缺陷不仅表现在缺少救济程序和方法上，在最初对于证券公司欺诈客户行为的规定方面也显其粗陋。欺诈客户没有细分类，诸多未尽的欺诈类型非一句“其它行为”可以囊括。例如证券公司私自将客户帐户上的证券用于抵押，或者在未告知买方证券已抵押的前提下出售证券，或者证券公司在破产边缘接受客户的资金和证券等等。这些欺诈行为虽然在其它部门法可以找到诉讼依据，但在浩然一部证券法中却难寻答案。

^① 虽然我国证券公司核准的经营范围很广，但其目前开展的主要业务只有经纪业务、证券承销业务、证券自营业务这三项。大中型证券公司的收入结构呈“五、三、二”结构，即二级市场证券买卖的手续费收入占总收入的 50%。因此，谋取不法佣金收入在我国证券公司欺诈客户中尤为突出。钟鸣、杨蕾编著：《WTO 与中国金融法律制度的冲突与规避》（WTO 与中国法律的冲突与规避丛书），中国城市出版社 2001 年版，第 231 页。

第二章 美国法关于证券商欺诈客户的民事责任体系（一）

美国作为证券业大亨，在国际金融界中起着牵一发而动全身的作用。美国拥有世界上最大的纽约证券交易所和著名的 NASDAQ，可以毫不夸张地说，它们就是国际金融变化的晴雨表。美国证券业的发达与她拥有规制证券市场的先进法律制度密不可分。处于国际领先地位的美国证券法是许多国家证券立法的蓝本，它由一系列错综复杂的法律法规和判例共同组成，内容浩大且纷繁交叉。^①美国证券法能有效运行发挥效能，其民事责任制度是赋予它“法律上之力”的锋利“牙齿”，功不可没。本文旨在对此民事责任制度进行研究，以窥豹见斑。

对于投资者因证券商欺诈所受的损害，美国法律提供了以下几种救济途径：

（1）普通法的救济。（2）衡平法的救济。（3）各州蓝天法的明示、默示救济。（4）联邦证券法的明示、默示救济。其中，联邦证券法救济最为完整、有效。联邦证券法的反欺诈条款源于普通法之侵权行为法，且是综合普通法、衡平法、蓝天法的救济制度的最终产物。因此，本章对前述三种救济途径和联邦证券法的明示救济作简要介绍，凭此追根溯源，更好地把握新旧制度的渊源、差异和超越。

一、普通法救济

（一）违反担保（breach of warranty）

“违反担保”原本是普通法中运用广泛的救济手段，指一方当事人未履行一项合同以满足为一项担保所要求的标准。^②但进入证券领域，其作用受到很大局限。投资者在诉讼中主张证券商所售证券达不到法定标准以至违反担保义务，会遭遇法律上的双重阻碍。第一重阻碍便是 UCC 第 2 条对“商品”的定义。^③

① 仅是成文法律，就有 7 部，包括 1933 年《证券法》、1934 年《证券交易法》、1935 年《公用事业控股公司法》、1939 年《信托债务法》、1940 年《投资公司法》、《投资顾问法》、1970 年《证券投资者保护法》等，更不用列举浩如烟海的判例了。

② 戴维·M.沃克编著：《牛津法律大词典》，光明日报出版社 1988 年版，第 110 页。

③ Uniform Commercial Code, §2-105. 投资证券的定义见 UCC §8-102(a)(15).

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库